

# LO SQUILIBRIO STRUTTURALE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI E LE SUE CONSEGUENZE

## Il rischio sistemico annidato nel sistema di pagamenti dell'Eurosistema Target2

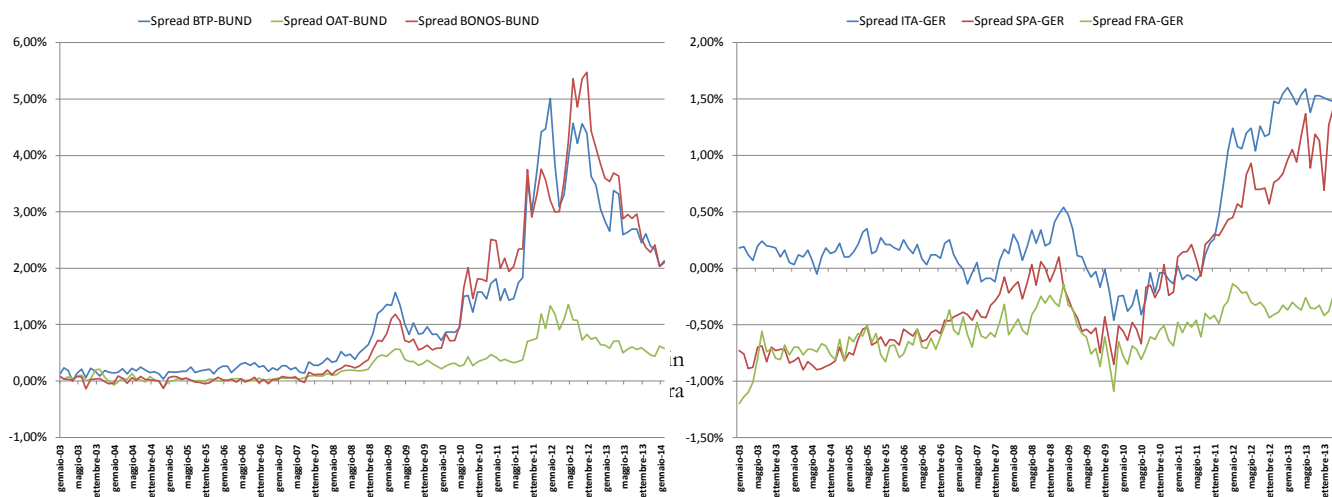
Frank Menichelli

### 1. Un'istantanea del *credit crunch* europeo

A maggio 2014 i mercati europei veleggiavano intorno ai massimi dall'inizio della crisi finanziaria scommettendo su un decollo della ripresa economica. I dati tuttavia sono contrastanti: se l'economia tedesca pare avere agganciato i venti di ripresa, lo stesso non si può dire dell'Italia, dove a malapena si registrano i primi segnali di ripartenza del PIL e dell'occupazione<sup>(1)</sup>. Ciò che impedisce al Paese di far ripartire la crescita è il *credit crunch* che sta letteralmente strangolando il settore manifatturiero, inceppando i meccanismi naturali di recupero che dovrebbero seguire l'inversione del ciclo economico.

Il consolidamento dei conti pubblici, che ha nettamente migliorato lo *standing* creditizio del governo italiano ed ha provocato una sensibile riduzione degli indicatori di rischio (cfr. Figura 1 *sx*), non si è trasferito in maniera soddisfacente sul costo di accesso al credito per le imprese manifatturiere, che rimane il più alto in Europa se rappresentato in termini di *spread* rispetto al tasso medio praticato dalle banche tedesche (cfr. Figura 1 *dx*). Eppure ci si attenderebbe ben altra correlazione, tenuto conto che gli *spread* governativi sono fondamentali nella determinazione del costo di *funding* delle banche. Le ragioni di questa rigidità degli *spread* commerciali sono multifattoriali: per Italia e Spagna l'alta incidenza delle sofferenze bancarie ha sicuramente costituito un deterrente alla riduzione dei costi del credito, insieme alla necessità di ricostituzione di scorte di liquidità e capitale in vista dell'*Asset Quality Review* BCE e degli *stress test* EBA.

Figura 1 – (*sx*) Spread rispetto al rendimento dei titoli governativi tedeschi a 10 anni - (*dx*) spread rispetto al tasso medio praticato dalle banche tedesche (dati % 2003-2013)



Altresì, i finanziamenti a lungo termine ed a costo calmierato offerti dalla BCE attraverso le LTRO non hanno sortito l'effetto sperato di sostenere l'erogazione di liquidità al sistema produttivo, che risulta oramai in declino strutturale da oltre 2 anni. La causa principale è di nuovo ravvisabile nell'elevatissimo ammontare di sofferenze bancarie, che sfiora i 150 miliardi di €<sup>(2)</sup>, che indebolisce i coefficienti di patrimonializzazione degli istituti di credito ed inibisce l'assunzione dei rischi connessi con un regolare finanziamento delle attività d'impresa. Non sorprende dunque che il governo tenti di mettere in campo misure (ad es. l'istituzione di una *bad bank* sulla falsariga dell'esperienza spagnola<sup>(3)</sup> o il discusso provvedimento BankItalia/IMU<sup>(4)</sup>) che siano in grado - anche attraverso meccanismi secondari quali la rivalutazione delle quote in Banca d'Italia - di accrescere la solidità patrimoniale del sistema bancario<sup>(5)</sup>. Allo stato attuale, rimane un dato di fatto che, in presenza di titoli governativi caratterizzati da alti rendimenti e da un rischio di credito mitigato dallo scudo *anti-spread* della BCE<sup>(6)</sup>, le banche nazionali abbiano preferito l'investimento della liquidità proveniente dalla Banca Centrale Europea in titoli di stato al finanziamento dell'economia reale, alimentando il processo di nazionalizzazione del debito pubblico italiano<sup>(7)</sup>.

Tuttavia il quadro non risulta completo. Ulteriori fattori hanno drenato la liquidità erogata attraverso le LTRO (*Long Term Refinancing Operations*), dirottandola verso altri impieghi diversi dal finanziamento dell'economia reale. Stiamo facendo riferimento agli squilibri strutturali nei flussi finanziari all'interno dell'Eurosistema, che trovano compiuta rappresentazione nel *surplus* permanente della bilancia commerciale tedesca e nei corrispettivi *deficit* delle partite correnti sperimentati dai Paesi periferici. Lo snodo tecnico fondamentale per capire come tali squilibri si riverberino sui sistemi produttivi dei Paesi membri è rappresentato dal sistema di pagamenti *Target2*. Il presente lavoro intende indagare dunque sulle conseguenze a lungo termine del perdurante squilibrio della bilancia dei pagamenti dei singoli Paesi dell'Eurozona e sulla capacità del sistema finanziario europeo di assecondare, ed addirittura incoraggiare, la persistenza di tali squilibri al costo del soffocamento dei sistemi industriali delle nazioni in *deficit* strutturale.

---

<sup>(2)</sup> Dati Banca d'Italia, dicembre 2013.

<sup>(3)</sup> Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb), istituita il 31 agosto 2012.

<sup>(4)</sup> Legge 29 Gennaio 2014 n. 5 d-l 133/2013 - IMU-Banca d'Italia "Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 30 novembre 2013, n. 133, recante disposizioni urgenti concernenti l'IMU, l'alienazione di immobili pubblici e la Banca d'Italia".

<sup>(5)</sup> La rivalutazione delle quote Bankitalia accresce il patrimonio delle banche azioniste per 7,344 mld di €. In relazione alle idee di costituzione di una *bad bank* per la raccolta di crediti in sofferenza le cifre in ballo sono solo speculative.

<sup>(6)</sup> Trattasi delle OMT (*Outright Monetary Transactions*) con cui la BCE si impegna all'acquisto illimitato di titoli di stato al fine di contenere l'andamento dello *spread* all'interno di un *range* compatibile con la trasmissione dei segnali di politica monetaria.

<sup>(7)</sup> Frank Menichelli "Il processo di nazionalizzazione del debito pubblico italiano - Il supporto BCE alle banche e la disintermediazione dell'economia reale". NENS, 2013.

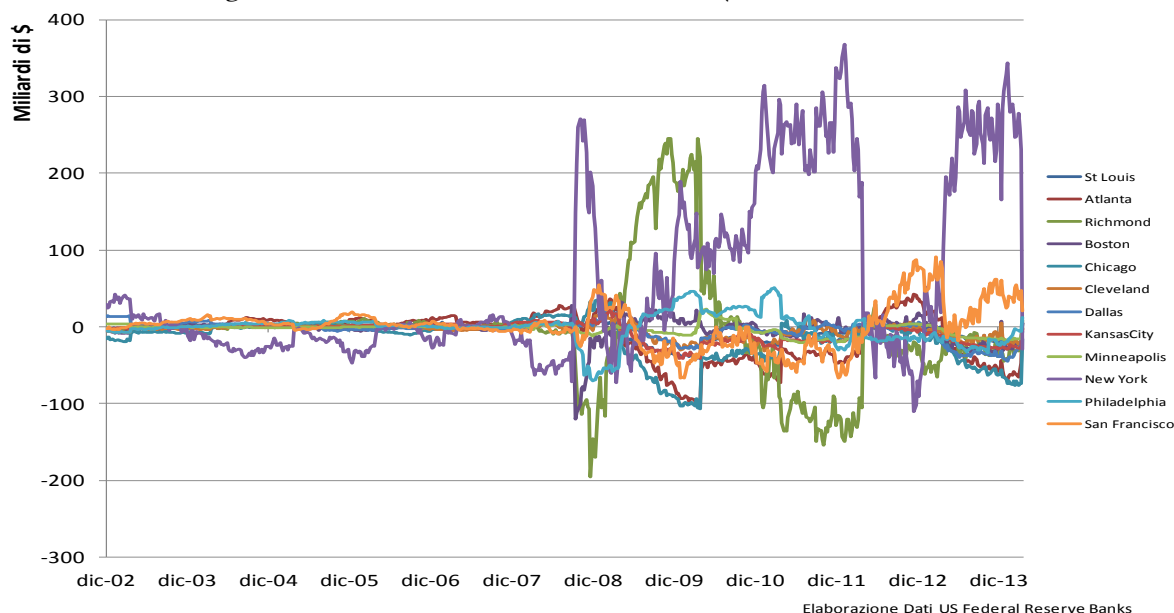
## 2. Il clamore intorno ai saldi del sistema Target2: qualche chiarimento

Il sistema di regolamento lordo<sup>(8)</sup> *Target2* è il braccio operativo del sistema finanziario europeo per regolare con efficienza il credito interbancario. Si tratta dunque di uno strumento tecnico che, attraverso compensazioni successive, permette il trasferimento rapido di flussi finanziari tra i vari Paesi dell'Eurosistema.

Gli ingranaggi di collegamento sono rappresentati dalle Banche Centrali dei vari Paesi che hanno scelto di aderire all'Eurosistema: in estrema sintesi, se una banca tedesca ha necessità di regolare un credito con una banca italiana, essa può accedere ad un conto di liquidità infragiornaliero presso la *Bundesbank* e lasciarsi anticipare la somma, mentre la banca italiana regolerà il proprio saldo con la Banca d'Italia. A questo punto la banca centrale tedesca registrerà nei propri libri contabili un credito nei confronti di quella italiana, e viceversa. Il credito non viene compensato attraverso il trasferimento diretto di flussi tra i due istituti centrali perché non è realmente esigibile, dato che impegna entità che nei fatti non sono altro che “succursali” della Banca Centrale Europea.

Differente è la modalità di regolamento tra le *Reserve Banks* americane all'interno del *US Federal Reserve Interdistrict Settlement Accounts* (ISA), il sistema implementato dalla FED per garantire l'operatività del sistema bancario USA. La prassi prevede che ad aprile di ogni anno le *Reserve Banks* eseguano un *netting* delle loro posizioni attraverso uno scambio di *gold certificates*, cioè di certificati di possesso di oro; questo *netting* periodico impedisce il formarsi di *surplus* o *deficit* persistenti nei conti di ciascuna *Reserve Bank*. In ogni caso la FED può consentire di volta in volta la sospensione delle procedure di *netting* per giustificate circostanze (ad esempio, recentemente la New York FED ha sospeso il *netting* dall'aprile 2009, arrivando a cumulare un saldo positivo di 300 miliardi di \$ in due diversi sottoperiodi). A tal proposito, si confronti l'andamento storico dei saldi riportato in Figura 2.

Figura 2 – Saldo ISA delle Reserve Bank USA (Dati mld \$ 2003-



<sup>(8)</sup> Nei sistemi di regolamento netto multilaterale (MNS: *multilateral net settlement*), ciascuna banca deve regolare – a fine giornata – solo il saldo dei pagamenti ricevuti / inviati a tutti gli altri partecipanti durante una giornata operativa. I sistemi di regolamento lordo in tempo reale (RTGS: *real time gross settlement*), viceversa, prevedono il regolamento immediato di ciascun pagamento.

Il *netting* sembra configurarsi dunque come una semplice prassi operativa, derogabile ampiamente per esigenze di gestione di tesoreria. Si consideri infatti il diverso contesto operativo in cui operano le banche centrali in USA ed Europa: negli USA la FED è garante in ogni istante dei saldi tra le varie *Reserve Banks*, che potrebbero essere ampiamente monetizzati senza difficoltà, stante le prerogative della banca centrale.

Anche nella prospettiva europea, il saldo *Target2* di ciascuna banca centrale è comunque una registrazione contabile del flusso netto di crediti/debiti regolati dagli operatori finanziari del Paese di riferimento verso il resto dell'Eurosistema, ovvero del saldo delle partite correnti e di parte del conto finanziario di ogni Paese aderente all'Unione monetaria. Di recente, il sistema è stato messo sotto osservazione per via del manifestarsi di divergenze persistenti nell'andamento dei saldi netti: poche banche centrali (la *Bundesbank*, la Banca di Finlandia e quella olandese) hanno accumulato un saldo positivo che nei momenti di picco ha superato i 900 mld di €, ovviamente nei confronti degli istituti di tutti i restanti Paesi dell'Eurozona. Dal 2012 i saldi hanno mostrato una tendenza al rientro, in concomitanza con il progressivo riequilibrio dei saldi delle partite correnti dei Paesi periferici. La Figura 3 consente di apprezzare l'evoluzione dei saldi per ciascun Paese durante l'intero periodo di esistenza dell'Euro 1999-2013, mentre la Figura 4 sintetizza l'informazione considerando la dinamica dei flussi cumulati dei Paesi c.d. *core* (Germania, Austria, Francia, Belgio, Olanda, Finlandia) e periferici (Italia, Spagna, Portogallo, Irlanda e Grecia).

Una prima analisi dei *pattern* dei saldi mostra un accumulo crescente di “crediti non esigibili” nei libri delle banche centrali dei Paesi *core* a partire dal 2006 circa, con un'accelerazione a seguito della crisi finanziaria del 2008 ed una vera e propria esplosione a seguito dell'innescarsi della crisi del debito europea nel 2010. Vale la pena ripetere come a questi crediti “non esigibili” corrispondano specularmente operazioni finanziarie regolate dal settore privato, cioè la liquidazione di crediti effettuata da banche dell'area Euro verso le banche tedesche. In questo senso la crescita dell'entità in valore assoluto dei saldi *Target2* rappresenta innanzitutto un vero e proprio massiccio *deleveraging* del settore finanziario privato che ha, in gergo tecnico, “smontato” un enorme quantità di operazioni nella fase acuta della crisi finanziaria.

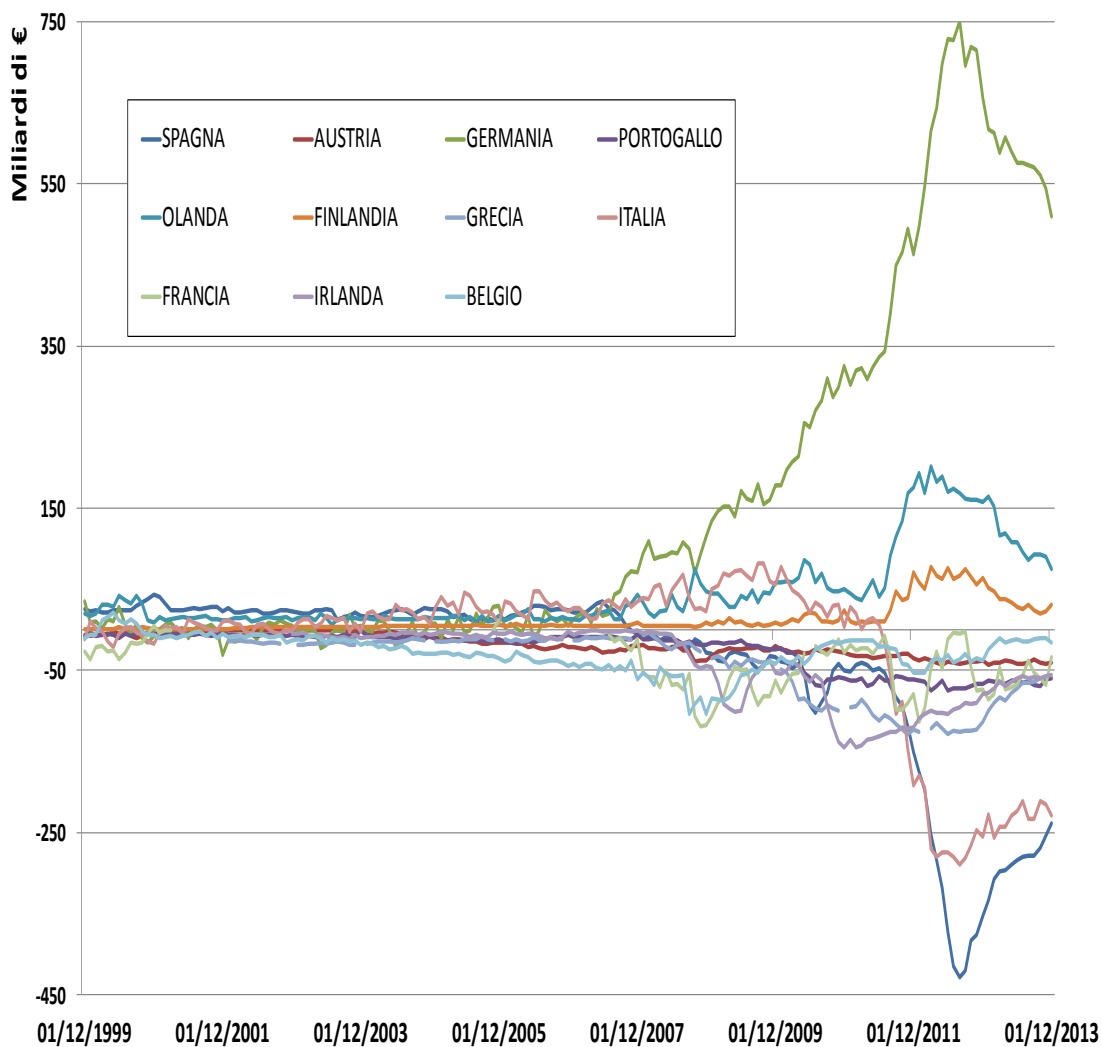
A causa forse di analogie con l'andamento degli *spread* sui rendimenti dei titoli governativi, questi saldi sono stati accostati impropriamente ad un “debito occulto” dei Paesi periferici o a presunti “benefici” trasferiti al *core* dell'Eurozona. Ovviamente, si tratta di esagerazioni mediatiche che hanno “colpevolizzato” fin troppo quella che è la rappresentazione di un semplice saldo contabile. Tuttavia, il saldo *Target2* ha chiare connessioni con l'andamento della bilancia dei pagamenti e con i flussi di liquidità immessi all'interno dell'Eurosistema dalla BCE attraverso le LTRO, ed è una spia molto significativa sia del disfunzionamento sistemico del sistema finanziario europeo e sia dello *stress* aggiuntivo indotto dalla crisi dei debiti sovrani. Nei paragrafi successivi verranno offerte molteplici letture che interpreteranno l'evoluzione dei saldi *Target2* da un punto di vista sia economico che finanziario. In via preliminare, ha una sua valenza l'analisi del caso estremo in cui il saldo *Target2* cessa di essere una semplice scrittura contabile e si trasforma in un credito realmente esigibile: la rottura dell'Euro o l'abbandono unilaterale della moneta unica da parte di un Paese.

## **2.1 Il rischio nascosto nel sistema Target2 e l'ipotesi di rottura dell'Euro**

Nel biennio 2011-2012 i mercati hanno iniziato a quotare concretamente la possibilità che le tensioni in corso all'interno dell'area valutaria europea potessero portare i Paesi in maggiore sofferenza finanziaria

ad abbandonare la moneta unica. Si pensi ad esempio al caso della Grecia, dove nell'autunno 2011 le stesse istituzioni governative hanno spinto per un *referendum* consultivo (poi abortito) sulla permanenza o meno nell'Euro. Primarie istituzioni finanziarie internazionali (tra cui notabilmente la Banca d'Inghilterra) lanciarono allarmi sulla tenuta complessiva dell'Eurosistema, poiché non era realmente possibile ignorare l'esistenza di una probabilità significativa di dissoluzione dell'Unione monetaria<sup>9)</sup>.

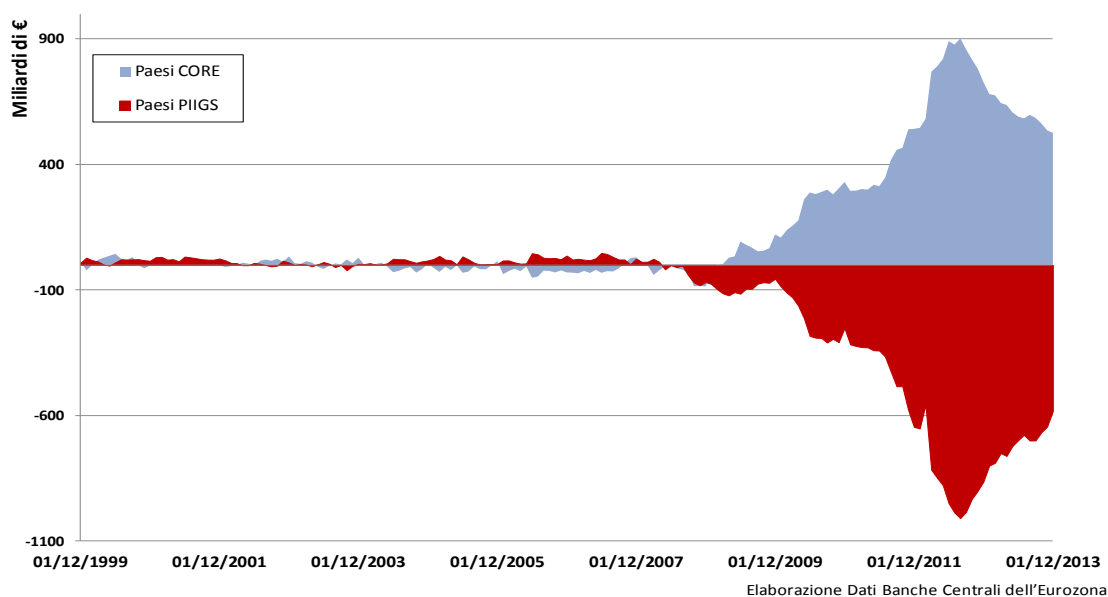
Figura 3 – Saldo netto Target 2 per differenti Paesi dell'Eurozona (1999-2013)



Elaborazione Dati Banche Centrali dell'Eurozona

<sup>9)</sup> Marcello Minenna, "La Moneta Incompiuta" (2013), Edizioni Ediesse.

Figura 4 – Saldo netto Target 2 per i Paesi PIIGS e core dell'Eurozona (1999-2013)



Cosa sarebbe successo ai saldi *Target2* in queste situazioni estreme? Si supponga che nel novembre 2011 la Grecia avesse abbandonato l'Euro. Il saldo *Target2* della banca centrale greca era all'epoca negativo per 123 mld di €: poiché l'istituto greco avrebbe abbandonato l'Eurosistema, questi debiti nei confronti delle altre banche centrali sarebbero diventati immediatamente esigibili. Nel verosimile scenario di impossibilità da parte della Grecia di far fronte al debito, il saldo *Target2* greco si sarebbe trasformato in una perdita secca per l'Eurosistema, da assorbire in solido tra tutti i membri restanti. C'è dunque un rischio sistemico annidato nel cuore del sistema di pagamento *Target2* ed è connesso a doppio filo con la tenuta stessa dell'Unione monetaria.

Inoltre, si è speculato nei mesi passati sulle implicazioni per la stessa tenuta dell'Euro di un eventuale abbandono dell'Unione monetaria da parte della Spagna o dell'Italia. Difficilmente il sistema finanziario europeo avrebbe potuto superare indenne lo *shock*. Nel caso di rottura della moneta unica, infatti, tutti i saldi *Target2* delle banche centrali debitorie si sarebbero trasformati in crediti esigibili verso la *Bundesbank* e le altre banche centrali *core*. Appare evidente come nemmeno il colosso tedesco avrebbe potuto gestire un potenziale *default* su oltre 700 mld di crediti<sup>(40)</sup>.

Dopo aver chiarito questo aspetto spesso sottovalutato, si cercheranno di identificare le determinanti dell'andamento osservato dei saldi netti *Target2*.

### **3. Gli squilibri strutturali nelle bilance dei pagamenti dell'Eurozona**

Da un punto di vista strettamente contabile, il saldo netto *Target2* di un Paese appartenente all'Unione monetaria è la differenza tra le attività e le passività registrate sotto la voce "Altri investimenti" del conto finanziario della bilancia dei pagamenti. Poiché per definizione il saldo della bilancia dei pagamenti (a meno di errori ed omissioni) è sempre in equilibrio, ad un eventuale saldo negativo

<sup>(40)</sup> Media del saldo *Target2* tedesco nel secondo semestre 2012.

(positivo) registrato sotto tale voce, deve corrispondere ad un saldo positivo (negativo) di altre voci del conto finanziario, o ad un *deficit* (*surplus*) delle partite correnti.

Di conseguenza, un'analisi ragionata delle determinanti dei saldi netti *Target2* dovrebbe rispondere essenzialmente alle seguenti domande:

- a) Allo squilibrio di quale grandezza (conto finanziario, partite correnti) va ricondotta principalmente l'evoluzione dei saldi *Target2* per ciascun Paese dell'Eurozona? Quali sono le ragioni economiche sottostanti?
- b) Attraverso quali strumenti l'Eurosistema è stato in grado di "finanziare" il regolamento di una crescente quantità di crediti/debiti nel corso della crisi finanziaria?

I paragrafi seguenti tenteranno di rispondere in maniera adeguata a queste domande.

### **3.1 Le partite correnti ed il permanente surplus commerciale tedesco**

Fin dai primi mesi dopo la fissazione irreversibile delle parità centrali tra le valute europee<sup>(11)</sup>, l'Eurosistema è stato caratterizzato da squilibri permanenti delle partite correnti, ovvero principalmente della differenza persistente tra importazioni ed esportazioni. E non c'è nemmeno da stupirsi troppo: le parità centrali hanno fotografato il mercato dei cambi ad una data predeterminata, congelando nel tempo il tasso di cambio che teneva in equilibrio le partite correnti nel maggio 1998. Nel frattempo però le economie dei differenti Paesi hanno continuato ad evolvere, seguendo il ciclo economico ed i rispettivi *trend* strutturali; senza aggiustamenti del tasso di cambio, squilibri di differenziata entità dovevano necessariamente manifestarsi. La Figura 5 inquadra - con un discreto colpo d'occhio - l'evolversi del saldo delle partite correnti rispetto al PIL per la maggioranza dei Paesi dell'Eurozona nel periodo 1999 -2013.

È immediato notare come Paesi periferici come Portogallo, Grecia e Spagna abbiano immediatamente mostrato elevati *deficit* commerciali, con esplosione delle importazioni e riduzione relativa delle esportazioni, seguiti con percentuali più contenute da Irlanda, Italia e Francia. Solo la Germania ha sempre mostrato un *surplus* della bilancia commerciale che è cresciuto stabilmente fino a superare ampiamente il 6% del PIL dal 2005 in poi<sup>(12)</sup>.

In regime di cambi fissi, la letteratura economica insegna che simili *pattern* sono indotti da una sopravvalutazione del cambio rispetto al livello di equilibrio in caso di *deficit* persistente, e da una sottovalutazione in caso di *surplus*. I tassi di conversione tra le valute vennero quindi fissati incorporando già una sistematica sopra(sotto) valutazione<sup>(13)</sup> Poiché le valute domestiche per i Paesi

---

<sup>(11)</sup> Decisione 98/317/CE del Consiglio dell'Unione Europea, 3 maggio 1998.

<sup>(12)</sup> Un commento a parte merita l'andamento rilevato nel corso del 2013 che vede praticamente tutti i Paesi europei, ad eccezione della Francia, in *surplus* delle partite correnti. Questo risultato è coerente con la forte riduzione delle importazioni nei Paesi periferici dovuta alla contrazione del PIL, alle manovre di *austerità* spinta ed alla forte riduzione dell'inflazione. Nella sostanza si sta realizzando quello che in letteratura è un tipico aggiustamento dei flussi commerciali e finanziari in regime di cambi fissi, attraverso la riduzione del livello dei prezzi e dei salari all'interno delle economie in equilibrio.

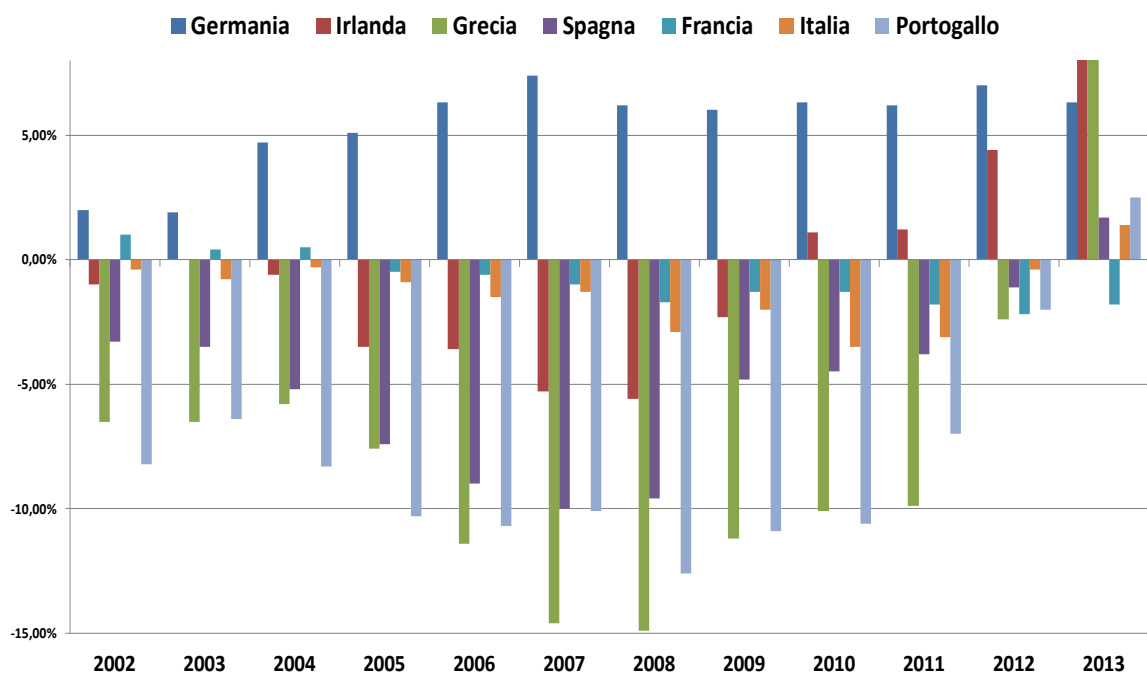
<sup>(13)</sup> Questo tema appare periodicamente in senso polemico sui media nazionali, in relazione alla fissazione della "quota 990" sul marco come parità centrale da parte del ministro Ciampi nelle negoziazioni europee svoltesi nel novembre 1996. Effettivamente, non v'è dubbio che in quei giorni sul mercato FOREX la lira quotasse circa 1000 rispetto al marco, e che il valore di parità centrale negoziato fosse

oggetto di studio non esistono più, non è possibile una verifica diretta *ex-post*. Pur tuttavia, quando sussiste libertà di movimento dei capitali, la dottrina insegna che il livello dei tassi di interesse interni è un'ottima *proxy* del tasso di cambio di equilibrio. In questa prospettiva, si osservi l'evoluzione dei tassi di interesse interni dei Paesi rappresentati in Figura 5 nel periodo preparatorio all'Euro ed appena successivo (1993-2001). Il 3 maggio 1998 è evidenziato con una linea rossa.

I tassi di interesse, ad eccezione di quelli greci, che convergeranno in occasione dell'entrata ritardata del Paese nell'Euro nel 2001, appaiono già pienamente convergenti nel corso del 1998, sebbene appena 2 anni prima mostrassero divergenze anche di 8 punti percentuali. Questo fenomeno, di natura puramente finanziaria, dipese dalla predominanza sul mercato secondario dei titoli governativi dei c.d. *convergence trades*.

Un *convergence trade* è una strategia di acquisti/vendite a termine di titoli governativi europei, concettualmente simile ad un arbitraggio ma basata non su un unico *asset* finanziario, ma su titoli che si ritengono essere simili. In sostanza il mercato "scommette" sul fatto che, poiché ad es. Spagna ed Italia entreranno sicuramente a far parte dell'Eurozona insieme alla Germania, i titoli potranno essere considerati assimilabili e quindi essere prezzati in maniera "quasi" identica.

**Figura 5 – Evoluzione del saldo delle partite correnti per alcuni Paesi dell'Eurozona (dato % rispetto al PIL 1999-2013)**

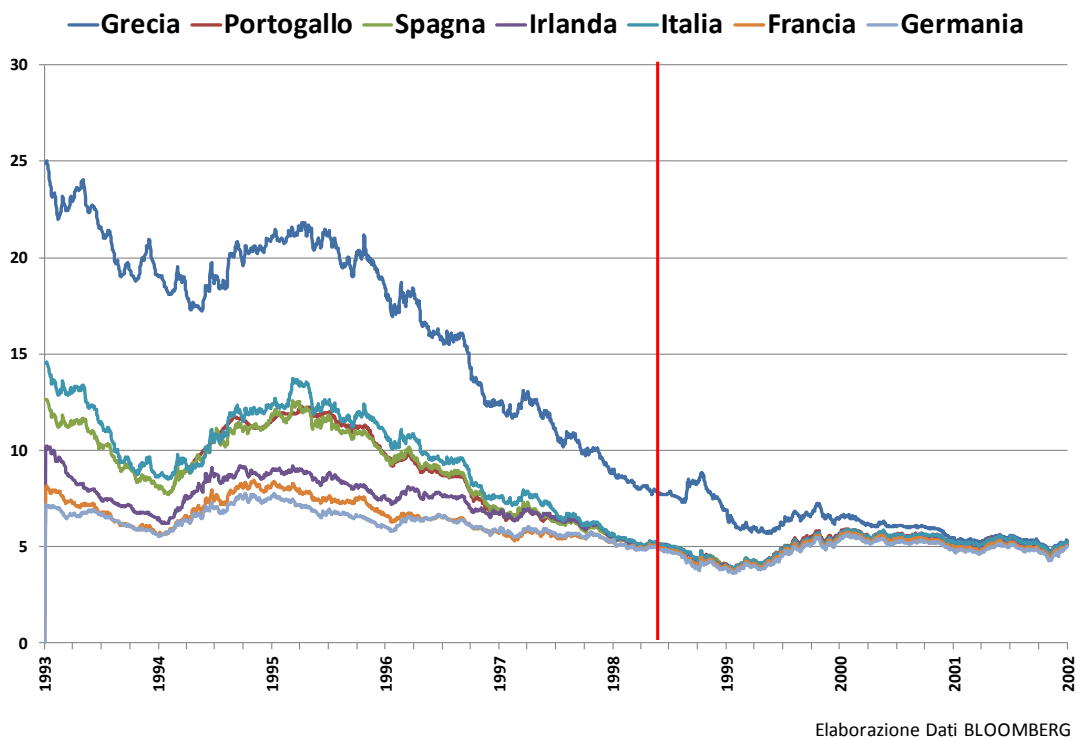


Elaborazione Dati EUROSTAT

decisamente distante dalle richieste tedesche di 925 £ per un marco. Tuttavia si tenga presente che fino ad alcuni mesi prima, la lira fluttuava intorno a quota 1100: nel 1996 le aspettative sul mercato secondario stavano spingendo la lira verso quota 1000 attraverso il meccanismo dei *convergence trades* allontanando in realtà il cambio dal livello di equilibrio.



Figura 6 – Evoluzione dei rendimenti dei titoli governativi a 10 anni per alcuni Paesi dell'Eurozona (1993-2001)



Ovviamente, a stessi prezzi corrispondono stessi rendimenti. Un *convergence trade* non è dunque un'operazione priva di rischio, ovvero un arbitraggio, perché i rendimenti dei due titoli potrebbero divergere invece che convergere verso un valore comune, causando perdite e non profitti. Si tratta a tutti gli effetti di “scommesse”, basate sulla credibilità delle nazioni che hanno deciso di intraprendere il cammino verso la moneta unica al fine di concludere il processo entro il 1999<sup>(14)</sup>.

Questo *pattern* di acquisti e vendite a termine alterò la dinamica dei tassi di interesse indirizzandoli verso un livello obiettivo non necessariamente vicino a quello di equilibrio. Se dovessimo valutare il livello dei tassi di interesse al netto dell'effetto dei *convergence trades* e dovessimo considerare il tasso medio del periodo 1993-1996 come la “vera” *proxy* del livello di equilibrio, dovremmo inferire che il fenomeno di convergenza al livello dei tassi di interesse tedeschi abbia implicato una grande sopravvalutazione della *dracma* greca, e delle valute italiana, spagnola e portoghese (in misura minore, delle valute francese ed irlandese)<sup>(15)</sup>. Guarda caso, l'andamento nel decennio successivo delle bilance commerciali (cfr. ancora Figura 5) è perfettamente compatibile con queste conclusioni.

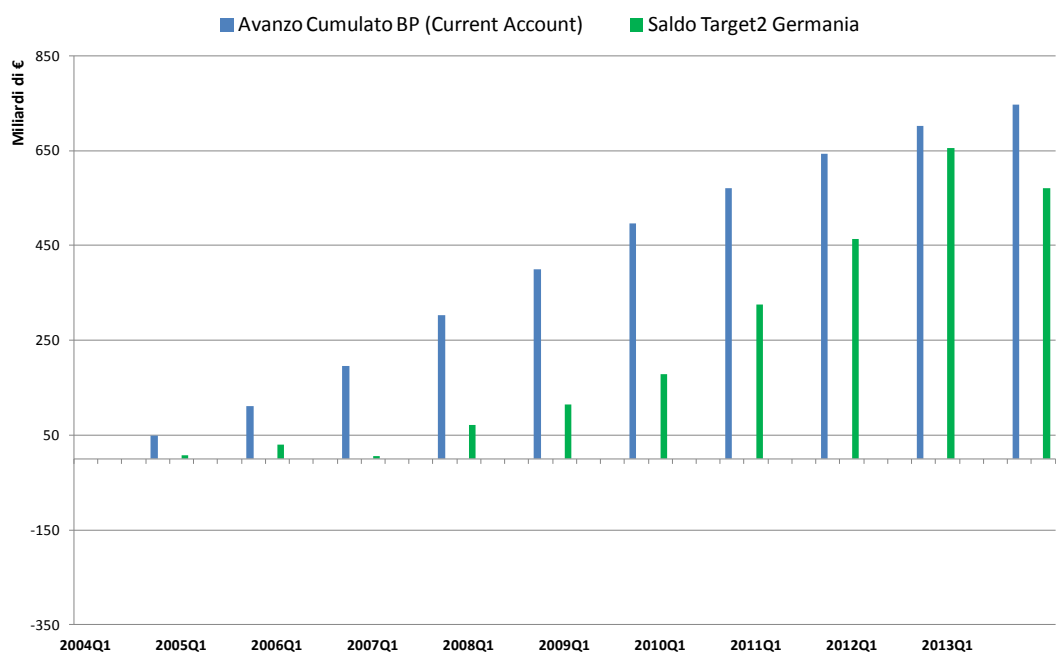
<sup>(14)</sup> All'inizio del processo di convergenza, poiché la distanza temporale è elevata e le operazioni messe in atto sono poche, il rischio di subire delle perdite è maggiore. Prendendo ad esempio i titoli governativi di Italia e Germania, poiché gli acquisti a termine di BTP tendono a deprimere i rendimenti dei titoli italiani e le vendite a termine di BUND tendono a fare salire i rendimenti dei titoli tedeschi, il fenomeno è auto rinforzante; più operatori scommettono sulla convergenza, più questa è facilitata e le scommesse hanno più probabilità di concludersi a buon fine. Nell'ultimo periodo, la probabilità si trasforma in sostanziale certezza e l'operazione tende ad assomigliarsi ad un vero e proprio arbitraggio, accelerando il processo di convergenza dei tassi di interesse.

<sup>(15)</sup> Nel periodo 1995-1998 la *dracma* greca si apprezzò del 6%, il *pesos* spagnolo del 9,2%, l'*escudos* portoghese del 6,41%.

Un *deficit* costante delle partite correnti è compatibile dunque con una crescita delle passività *Target2* e valori negativi del saldo netto: il sistema dei pagamenti registra infatti un aumento costante dei debiti regolati da operatori del Paese di riferimento nei confronti del resto dell'Eurosistema. Specularmente, un *surplus* permanente delle partite correnti comporta una crescita delle attività *Target2* ed un forte valore positivo del saldo netto: il sistema dei pagamenti registra infatti un aumento costante dei crediti regolati da operatori del Paese di riferimento nei confronti del resto dell'Eurosistema. Ad esemplificazione di quanto descritto, la Figura 7 riporta sullo stesso grafico l'avanzo cumulato delle partite correnti della Germania verso i 17 Paesi dell'Eurozona e il relativo saldo netto *Target2*.

In definitiva, è lecito assumere che il forte saldo netto negativo *Target2* per Grecia e Portogallo sia stato determinato essenzialmente da *deficit* delle partite correnti, mentre l'evoluzione del *deficit* commerciale di Italia e Spagna non riesce a spiegare completamente l'esplosione dei saldi *Target2* sui valori estremi rilevati nel periodo 2011-2012<sup>(16)</sup>. In questi casi, per comprendere appieno, dobbiamo dunque estendere l'analisi ad altre sezioni della bilancia dei pagamenti.

**Figura 7 – Germania: Avanzo Cumulato delle partite correnti verso Eurozona e saldo netto Target2 (2004-2013)**



Elaborazione Dati EUROSTAT e Banche Centrali dell'Eurozona

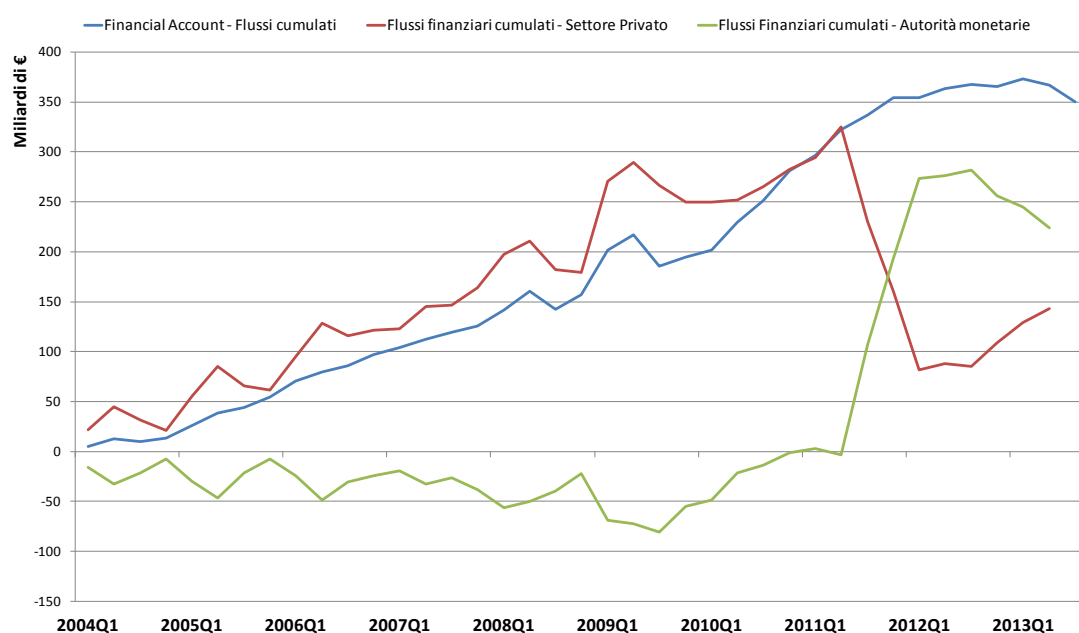
<sup>(16)</sup> I picchi di -440 miliardi e -260 miliardi di euro registrati rispettivamente per Italia e Spagna nell'estate 2012 non sono spiegabili guardando esclusivamente al saldo delle partite correnti.

### 3.2 Il conto finanziario e la fuga degli investitori dai PIIGS

La struttura del conto finanziario prevede la contabilizzazione dei flussi finanziari in ingresso ed uscita attribuibili principalmente ad investimenti diretti<sup>(17)</sup> nel Paese e ad investimenti di portafoglio anche di carattere speculativo. Presumendo dunque una “quasi costanza” del saldo delle partite correnti, un saldo negativo *Target2* (cioè una crescita delle *liabilities*, i debiti regolati con il resto dell’Eurozona) deve essere compensato da una corrispondente riduzione degli investimenti dall’estero, dato che il saldo netto della bilancia dei pagamenti è in ogni caso nullo. Ciò comporta che l’improvvisa crescita fino a valori negativi molto elevati dei saldi *Target2* di Italia e Spagna dovrebbe dunque essere associata ad un’improvvisa “fuga” dei capitali del settore privato.

Le Figure 8 e 9 sottopongono alla prova dei dati queste ipotesi, rappresentando nello stesso grafico l’andamento del saldo netto del conto finanziario e delle sue componenti rappresentate dagli “investimenti dall’estero” del settore privato e dai flussi finanziari in entrata provenienti dall’Autorità monetaria (i.e. la BCE). Questo tipo di analisi ha il vantaggio di utilizzare dei flussi finanziari complementari che descrivono completamente la dinamica del conto finanziario, anche se la grandezza “flussi finanziari cumulati provenienti dall’Autorità monetaria” identifica la totalità dei prestiti in essere del sistema finanziario nazionale ottenuti dalla BCE, di cui il saldo netto *Target2* è ovviamente solo uno specifico sottoinsieme.

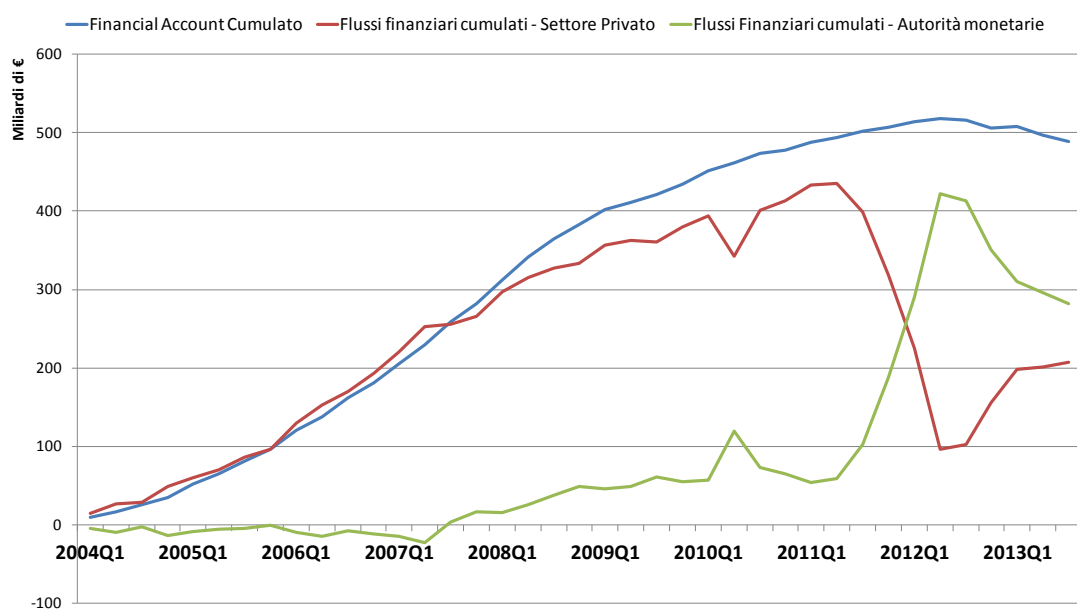
**Figura 8 – Italia: Evoluzione del Conto Finanziario e di alcune sue componenti (2004-2013)**



Elaborazione Dati EUROSTAT e Banche Centrali dell’Eurozona

<sup>(17)</sup> Si definiscono investimenti diretti tutti quegli investimenti che comportano una partecipazione al capitale di un’impresa del Paese di riferimento maggiore o uguale al 10%.

**Figura 9 – Spagna: Evoluzione del Conto Finanziario e di alcune sue componenti (2004-2013)**



Elaborazione Dati EUROSTAT e Banche Centrali dell'Eurozona

Le dinamiche inquadrare dalle Figure 8 e 9 sono sostanzialmente sovrapponibili: a partire dal secondo semestre 2011 si registra un improvviso deflusso degli investimenti privati in Italia e Spagna, che raggiunge l'apice un anno dopo circa nell'estate 2012. Questa vera e propria "fuga" di capitali viene compensata quasi integralmente dai flussi in ingresso dall'Autorità monetaria, i.e. le varie iniezioni di liquidità che la BCE immette all'interno dei sistemi finanziari in difficoltà con varie misure convenzionali e non<sup>(18)</sup>. Infatti, si constata come l'andamento del conto finanziario non subisca particolari variazioni, sia in Italia che in Spagna. A seguito del varo dell'OMT nel settembre 2012, è cominciato un graduale riallineamento dei flussi finanziari con il parziale rientro di capitali dall'estero e la sterilizzazione della liquidità immessa nel sistema (rimborsi LTRO e vendita sul mercato aperto di titoli governativi da parte della BCE).

In conclusione, la drammatica evoluzione del saldo netto *Target2* di Italia e Spagna è riconducibile ad un improvviso movimento di capitali in uscita nel momento di massima crisi di fiducia nella tenuta dell'Eurosistema. Vale la pena sottolineare comunque che, nonostante l'inescibile di tale improvvisa variazione sia stato di natura prevalentemente finanziaria, esso dipende anche da un *trend* di lungo termine di finanziamento dei *deficit* di parte corrente (evidente più per la Spagna che per l'Italia) che ha provocato un accumulo di crediti non regolati verso i Paesi in *surplus*. Quest'implicazione verrà esplorata nel prossimo paragrafo.

<sup>(18)</sup> Si fa riferimento ai *Securities Market Programmes* ed alle LTRO a 3 anni, tutti provvedimenti avviati dalla BCE tra Agosto 2011 e Febbraio 2012.

#### 4. Le interconnessioni tra i conti e l'emersione del rischio sistemico

A questo stadio dell'analisi, appare chiaro come la dinamica dei saldi *Target2* possa essere letta in maniera speculare in dipendenza dal *focus* sui Paesi debitori o creditori, nella prospettiva di evidenziare di volta in volta le complesse interconnessioni tra grandezze finanziarie specifiche. Nei paragrafi successivi alcuni concetti già introdotti vengono ridiscussi, aprendo nuove interpretazioni del ruolo che il *surplus* commerciale tedesco ha avuto all'interno dei delicati equilibri dell'Eurozona.

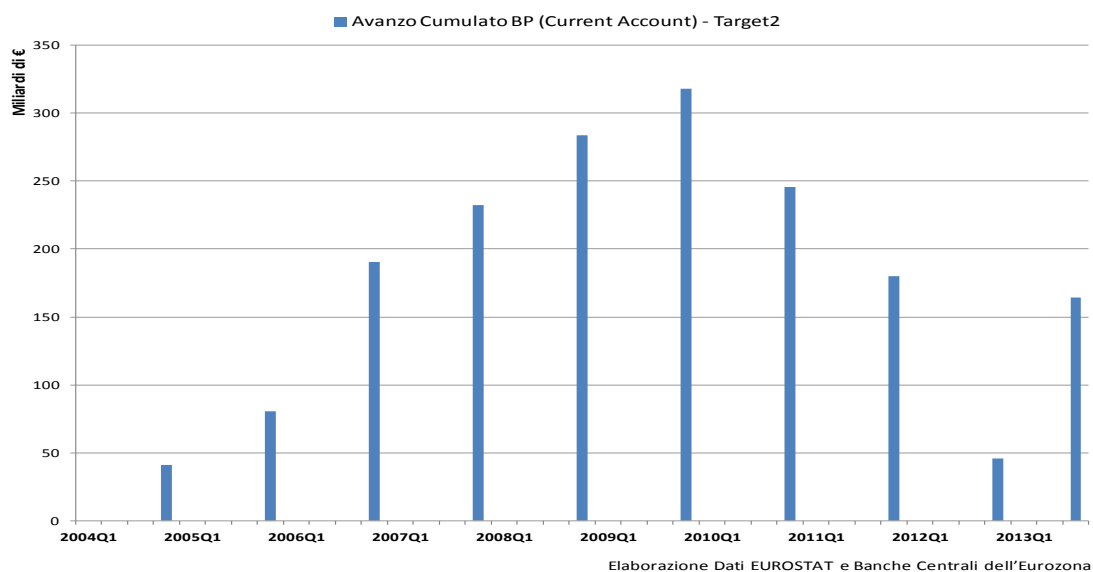
##### ***4.1I crediti non regolati in circolazione nell'Eurosistema ed il ciclo di vendor financing***

Attraverso la Figura 7 è stata messa in evidenza la relazione diretta esistente tra il costante *surplus* delle partite correnti della Germania verso l'Eurozona e l'incremento dei crediti tra operatori tedeschi ed europei, regolati attraverso il sistema *Target2*. È chiaro, anche solo attraverso un semplice sguardo, come il saldo netto *Target2* sia sempre inferiore all'avanzo cumulato delle partite correnti verso l'Eurozona. Una spiegazione intuitiva è questa: non tutti i crediti che vengono generati dal *surplus* commerciale vengono regolati nel corso dell'anno di riferimento; una percentuale variabile di crediti a medio e lungo termine resta in essere, verosimilmente nel portafoglio degli operatori finanziari tedeschi. Data la natura prevalentemente banco-centrica del sistema finanziario europeo e soprattutto tedesco, possiamo ragionevolmente identificare la differenza tra avanzo cumulato delle partite correnti e saldo *Target2* come una *proxy* dei crediti non regolati verso l'Eurozona nel portafoglio delle banche tedesche.

La Figura 10 delinea l'evoluzione ciclica di questa nuova grandezza nel corso del periodo di analisi (2004-2013).

Questa nuova modalità di visualizzazione di grandezze già note ci consente di avere un quadro più chiaro: nel periodo 2004-2010 l'ammontare complessivo di crediti erogati dal sistema bancario tedesco verso il resto dell'Eurozona cresce in maniera molto sostenuta, fino ad un tetto di circa 320 mln di € all'inizio del 2010. È possibile inquadrare questo fenomeno nel più ampio concetto di *vendor financing*, tale per cui la crescita dei crediti non regolati nei confronti del sistema bancario tedesco ha di fatto finanziato il *deficit* di parte corrente di quasi tutto il resto dell'Eurozona.

Figura 10 – Germania: Stima dei crediti verso l'Eurozona detenuti all'interno del sistema bancario tedesco (2004-2013)



Dal secondo semestre 2010, con la deflagrazione della crisi greca e l'apparizione di un significativo rischio sovrano, le banche tedesche si ritrovano esposte ad un rischio di credito troppo elevato: infatti con la crescita dello *spread* dei Paesi periferici, il merito di credito delle banche PIIGS tende a deteriorarsi rapidamente anch'esso. Il sistema bancario tedesco inizia pertanto una manovra di *deleveraging* sempre più sostenuta, fino a raggiungere il quasi completo regolamento dei crediti in essere alla fine del 2012<sup>(19)</sup>. Nel corso del 2013, il consolidamento finanziario in atto nell'Eurozona e le manovre non convenzionali della BCE hanno riportato la fiducia sul mercato interbancario, e le banche tedesche sono tornate ad erogare credito in maniera più convincente, chiudendo un primo ciclo quasi decennale (2004-2012) di *vendor financing* / recupero crediti.

Il rimbalzo sperimentato nel 2013 nei crediti delle banche tedesche mostra la ripartenza di un nuovo ciclo. È però difficile ipotizzare un ciclo che presenti gli stessi connotati di quello già sperimentato – e cioè che coinvolge prevalentemente i Paesi intra-UE – considerata la persistente difficoltà economica in cui versano i paesi periferici indotte dall'*austerità* e le attuali condizioni di strutturale *surplus* commerciale dell'Eurozona. È in realtà più plausibile che l'espansione del credito tedesco ed un nuovo ciclo di *vendor financing* avvengano nei confronti di Paesi extra-UE. A riprova di questa considerazione si osservi il saldo netto commerciale tra Italia e Germania (differenza tra *import* and *export*). Questo dato si è ridotto dai -16,6 mld di € del 2010 a -4,8 mld del 2013. Nello stesso periodo la quota di esportazioni tedesche verso gli USA è cresciuta dal 6,9% del 2010 al 8,1% del 2013, mentre quella verso la Cina dal 5,6% del 2010 al 6,1% del 2013. In generale, l'incidenza delle transazioni *intra-UE* sul *surplus* commerciale tedesco è scesa dal 41,2% del 2010 al 36,8% del 2013, indicando un netto *shift* dell'*export* tedesco verso destinazioni intercontinentali.

Una delle domande a cui rispondere attraverso la lettura integrata dei dati a questo punto è: considerate le notevoli difficoltà finanziarie cui sono stati soggetti gran parte dei principali *partner* commerciali della Germania (i.e. Italia, Spagna), quale liquidità ha finanziato la riduzione dei crediti in essere ed il conseguente rientro dei capitali in Germania? L'analisi svolta attraverso le Figure 8 e 9 dovrebbe suggerire già la risposta. Nel prossimo paragrafo si cerca di inquadrare il problema da un punto di vista più generale.

#### **4.2 Le LTRO ed il ruolo della BCE nell'assestare lo squilibrio dei flussi finanziari**

Come già illustrato in altre sedi<sup>(20)</sup>, a partire dal 2008 la Banca Centrale Europea ha effettuato un'intensa attività di contrasto alla crisi finanziaria, attraverso la riduzione dei tassi di interesse e ripetute iniezioni di liquidità nel sistema finanziario europeo. I prestiti a medio-lungo termine LTRO rappresentano la quasi totalità dei finanziamenti concessi dalla BCE e possono essere considerati un'ottima *proxy* dell'attività della banca centrale nei confronti del sistema finanziario.

La tesi che si intende sottoporre alla prova dei dati prevede che le banche dei Paesi dell'Eurozona – prevalentemente periferici – abbiano fatto ricorso a parte della liquidità ottenuta a basso costo dalla BCE per regolare gran parte dei debiti in essere presso le banche tedesche, accumulati nel corso di un decennio di sostenuti disavanzi delle partite correnti dei propri Paesi. Da quanto emerso in precedenza

---

<sup>(19)</sup> A fine 2012, il 94% dei crediti complessivi risultava regolato.

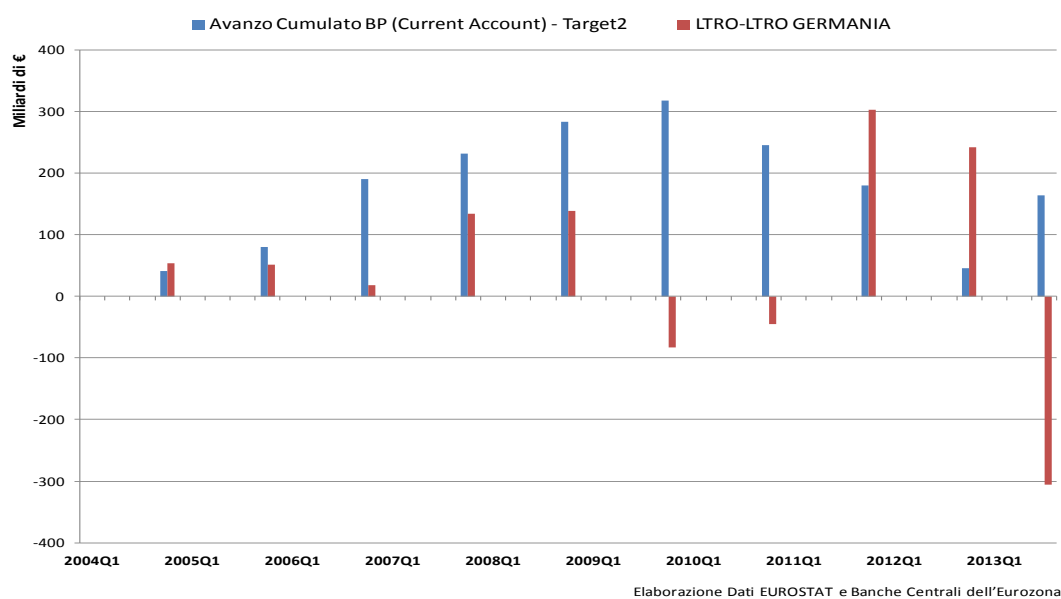
<sup>(20)</sup> Cfr. Marcello Minenna, "La Moneta Incompiuta" (2013), Edizioni Ediesse.

(cfr. nuovamente Figure 8 e 9), è dimostrato come sia in Italia che in Spagna flussi di liquidità in ingresso dall'autorità monetaria abbiano controbilanciato nel breve periodo i flussi di capitale in uscita, una parte dei quali (quella collegata a precedenti avanzi di parte corrente) è rientrata in Germania per regolare dei crediti di medio-lungo termine. Al fine di generalizzare l'analisi, si compara l'andamento dei crediti non regolati nei bilanci delle banche tedesche con i prestiti LTRO (durata maggiore di 3 mesi) erogati dalla BCE a tutte le banche europee, ad eccezione ovviamente di quelle tedesche (cfr. Figura 11).

Come già evidenziato, nel periodo 2004–2010 e nel 2013 si registra una crescita sostenuta presso le banche tedesche dei crediti non regolati. Tra il 2004 ed il 2010 l'ammontare dei prestiti LTRO, a breve termine (massimo 6 mesi), è limitato ed ha un'influenza molto contenuta sull'ammontare dei crediti negli anni successivi. Nel periodo 2010–2012 l'ammontare dei crediti non regolati decresce significativamente sulla spinta delle banche tedesche intenzionate a recuperare i crediti. Nel 2010-2011 la ripresa economica aiuta in parte le banche europee a ripagare i debiti ed a rimborsare contemporaneamente le precedenti LTRO. Con l'esplosione della crisi del debito europeo, l'importo erogato dalle due grandi LTRO a 3 anni<sup>(21)</sup> è utilizzato in parte (circa 200 mld di €) ai fini del regolamento dei crediti in essere, che scendono sotto la soglia dei 50 mld di €. Nel 2013, la crescita dei rimborsi LTRO (barra in rosso fortemente negativa) e probabilmente una diversa attitudine delle banche tedesche più tranquille sul lato del credito, fa risalire significativamente l'ammontare dei crediti in essere di nuovo a più di 160 mld di €.

Approfondiamo l'analisi cambiando punto di vista, attraverso un *break down* dei prestiti LTRO per nazione. Si nota chiaramente come le due grandi LTRO a 3 anni vengano assorbite soprattutto dai sistemi bancari italiano e spagnolo che insieme contano per oltre il 50% dei prestiti erogati; non indifferente è anche il supporto fornito a Francia e Germania, che però subisce un drastico contenimento nel corso del 2013.

**Figura 11 – Germania: Stima dei crediti verso l'Eurozona detenuti all'interno del sistema bancario tedesco, prestiti LTRO a banche europee non tedesche (2004-2013)**



<sup>(21)</sup> LTRO del dicembre 2011 e del febbraio 2012.

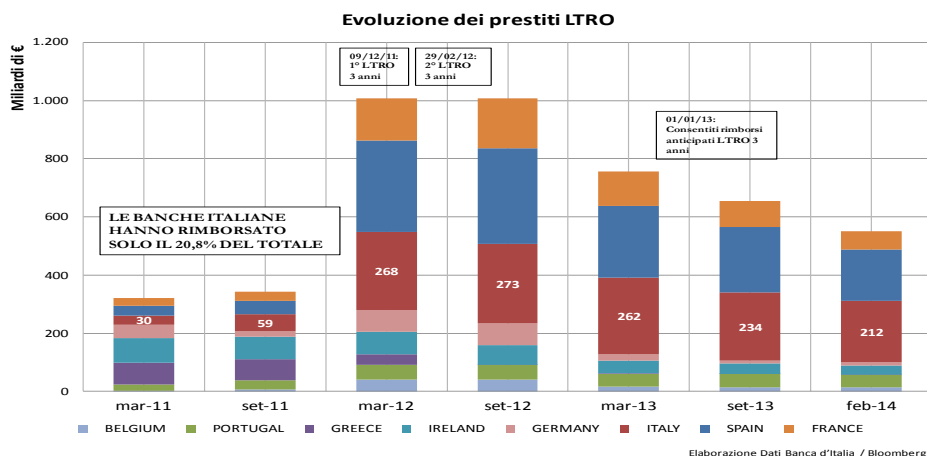
Considerato che al febbraio 2014 i sistemi bancari di Italia e Spagna sono ancora relativamente indietro nella restituzione dei prestiti, ci si chiede quali siano stati gli impieghi di medio-lungo termine di questi fondi. Per il caso italiano, la risposta è piuttosto chiara: a fronte di circa 270 mld di € erogati, lo *stock* di debito pubblico nazionale nei bilanci delle banche italiane è salito di 220 mld di €, passando da un'incidenza percentuale del 45% a metà 2011 ad oltre il 52% nell'ultimo trimestre 2013<sup>(22)</sup>.

Nel frattempo il saldo *Target2* dell'Italia, indicatore rappresentativo dei pagamenti effettuati da parte del sistema bancario italiano verso il resto dell'Eurozona, è passato dai -180 mld di € del dicembre 2011 ai -230 mld di € del dicembre 2013. In altri termini, in due anni circa le banche italiane hanno liquidato debiti pregressi con banche comunitarie (prevalentemente tedesche) per circa 50 mld di €. La somma di tutti i flussi in uscita è pari a circa 270 mld di € (220 mld + 50 mld), un valore molto simile all'ammontare ottenuto in prestito dalla BCE.

Da questa analisi di massima, si inferisce che la quasi totalità dei finanziamenti a lungo termine ottenuti dal sistema bancario italiano siano stati utilizzati in larga parte (75% circa) per la sottoscrizione di titoli di Stato ed il sostegno al rifinanziamento del debito pubblico, mentre una percentuale minore (25% circa) sia stata utilizzata per il pagamento di debiti a lungo termine nei confronti del resto dell'Eurosistema. Questo implica necessariamente che nessuna somma, se non del tutto marginale, sia stata destinata all'erogazione di credito nei confronti dell'economia reale.

La ricostruzione nel caso della Spagna è più complessa stante l'esplosione della grave crisi del sistema bancario iberico nel corso del 2012. Il saldo *Target2* spagnolo aumenta di circa 270 mld di € dal dicembre 2011 ai massimi di settembre 2012 in soli 9 mesi. A marzo 2012 il totale di crediti LTRO erogati al sistema bancario spagnolo ammontava a 315 mld di €, mentre il supporto all'acquisto di titoli governativi effettuato dalle banche spagnole risulta limitato per via della crisi conclamata del sistema nel periodo considerato, ma comunque significativo (circa 40 mld di €). In totale dunque le banche spagnole impegnano circa 310 mld di €, di cui la maggior parte (88%) per liquidare i crediti nei confronti dell'Eurosistema. In realtà l'equazione non considera i prestiti straordinari al sistema bancario spagnolo erogati dall'ESM corrispondenti ad ulteriori 41 mld di €. Considerando anche questa cifra, rimangono 45 mld di € di liquidità aggiuntiva, utilizzati verosimilmente per la ricapitalizzazione delle banche in maggiore difficoltà.

**Figura 12 – Decomposizione per Paese dei prestiti LTRO al sistema bancario europeo (2011- 2014)**



<sup>(22)</sup> Dati Banca d'Italia.



Queste considerazioni qualificano i risultati mostrati dalle Figure 11 e 12 e confermano dunque che i finanziamenti di lungo termine erogati dalla Banca Centrale Europea hanno consentito alle banche europee in crisi di liquidità di regolare i crediti verso il sistema bancario tedesco e di realizzare un consistente *deleveraging* del settore privato. La BCE ha dunque assecondato nel breve termine lo squilibrio tendenziale dei flussi all'interno dell'Eurozona finanziando con le LTRO i *deficit* commerciali dei Paesi periferici. Nel lungo periodo la correzione graduale degli squilibri è divenuta però inevitabile e sta avvenendo attraverso il tradizionale meccanismo di riduzione del livello dei prezzi e dei salari nei Paesi in *deficit* di parte corrente, costoso in termini di riduzione del potere d'acquisto e di maggiore disoccupazione. Non è dunque un caso che il rimborso generalizzato dei prestiti LTRO nel 2013 sia associato al ristabilirsi di *surplus* commerciali dei Paesi periferici dopo oltre 15 anni, una riduzione record dell'inflazione accompagnata da una conclamata recessione nei livelli di reddito ed occupazione. Sorge a questo punto il sospetto che, tra le tante finalità per cui i finanziamenti a lungo termine BCE sono stati utilizzati (rifiinanziamento del debito governativo, stabilizzazione dei bilanci bancari, regolarizzazione degli squilibri della bilancia dei pagamenti), il sostegno dell'economia reale – peraltro mai avvenuto – fosse ritenuto assolutamente ancillare dai *policy maker* della Banca Centrale Europea.

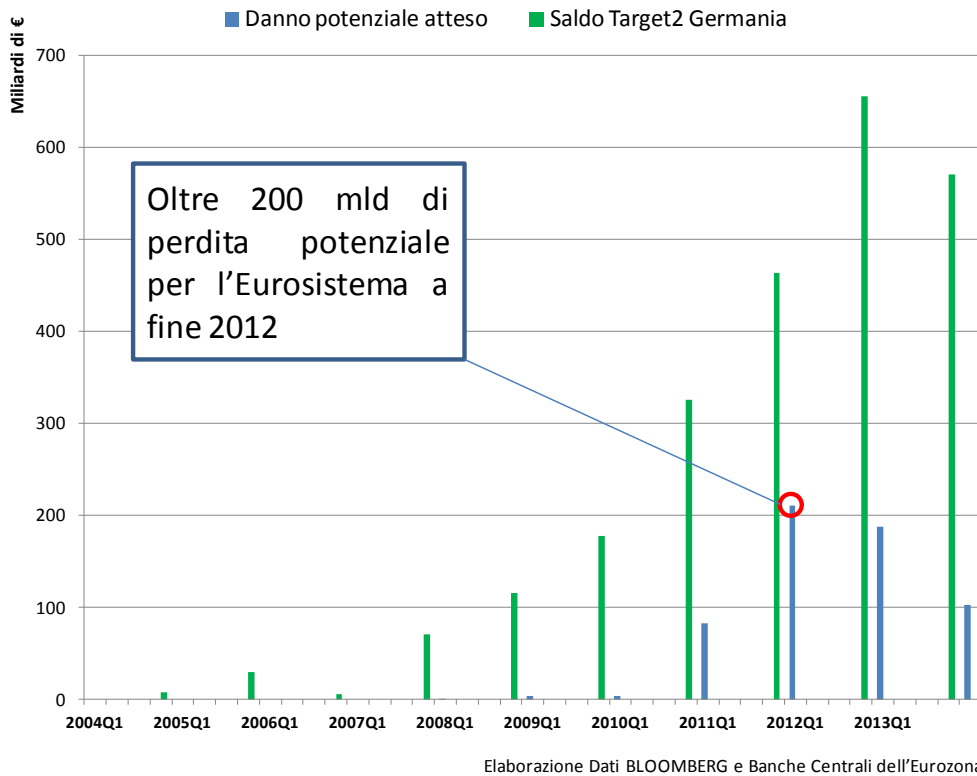
Tra gli effetti indiscussi delle LTRO rimane in evidenza il trasferimento all'intero Eurosystema del rischio implicito nei crediti non regolati dal sistema bancario tedesco, per il tramite del sistema *Target2*. Questo aspetto viene approfondito nel paragrafo seguente.

### **4.3 La quantificazione del rischio sistemico ed il danno potenziale**

Nel paragrafo 2.1 è stato affrontato il concetto di rischio sistemico annidato in quelli che altrimenti sarebbero dei semplici saldi contabili *Target2*. A questo stadio dell'analisi appare evidente come la Germania abbia beneficiato di un massiccio trasferimento di rischio dal proprio sistema bancario all'Eurosystema delle banche centrali, finanziato attraverso la liquidità erogata dalla BCE. Oltre 250 miliardi di € di crediti infatti sono stati regolati e registrati come saldo positivo nel bilancio della *Bundesbank*. Nel caso in cui una significativa fetta di quei crediti non esigibili fosse a rischio (ad esempio per l'abbandono della moneta unica da parte di un Paese economicamente rilevante come la Spagna), questo rischio sarebbe ora spalmato su tutte le banche centrali dell'Eurosystema, realizzando *de facto* una mutualizzazione impropria di un rischio "non convenzionale" (la rottura dell'Euro).

Si tratta sicuramente di un beneficio non irrilevante, sebbene difficilmente quantificabile a fronte degli immediati risultati che sono stati invece registrati per i Paesi periferici. Nella prospettiva di effettuare una misura quanto più possibile ragionevole dell'entità di questi aiuti indiretti ai Paesi *core*, si è tentato di definire sperimentalmente una misura di "danno potenziale" derivante dalla dissoluzione completa della moneta unica, evento estremo ma logicamente coerente con l'abbandono dell'unione da parte di una primaria economia come quella italiana.

Figura 12 – Germania: Saldo netto Target2 e stima del danno potenziale atteso ai Paesi dell'Eurozona in caso di rottura dell'Euro (2004-2013)



Tecnicamente, dopo aver inferito dagli *spread* di mercato<sup>(23)</sup> una probabilità di rottura dell'Euro dovuta all'abbandono degli accordi di cambio da parte di una delle prime quattro economie europee (Germania, Francia, Italia, Spagna), il saldo netto *Target2* della *Bundesbank* è stato ponderato per questa probabilità, al fine di quantificare il rischio di “danno potenziale atteso” che risulta nella sostanza mutualizzato sull'intero Eurosistema.

La Figura 12 riporta i risultati finali della stima per il periodo 2004-2013 a fianco dei saldi *Target2* della Germania. Poiché la probabilità di dissoluzione dell'Euro fino al primo semestre 2011 era trascurabile, il danno potenziale risulta sostanzialmente nullo; la misura di questo rischio esplose dall'estate 2011 per raggiungere un livello massimo nell'agosto 2012, quantificabile in circa 200 miliardi di €. A fine 2013, a seguito della stabilizzazione della crisi del debito sovrano, il rischio risulta dimezzato a poco più di 100 mld di €. Utilizzando la stessa logica, nulla vieta di costruire indicatori di rischio più specifici orientati alla misurazione del danno potenziale indotto dall'abbandono dell'Unione monetaria da parte di un singolo Paese.

<sup>(23)</sup> *Credit Default Swap* e titoli governativi.

## 5. Conclusioni

Condizioni avverse di *credit crunch* continuano a caratterizzare il quadro economico della periferia d'Europa nei primi mesi del 2014. Le misure a sostegno della liquidità del sistema bancario prese dalla BCE non hanno impedito il declino dell'erogazione del credito all'economia reale. Si ritiene che il fine di tali misure straordinarie probabilmente non fosse il supporto all'economia reale: infatti, come emerso da precedenti studi, una parte cospicua dei prestiti agevolati a lungo termine è stata utilizzata dalle banche per sostenere il rifinanziamento dei debiti governativi.

Il presente lavoro, inoltre, ha dimostrato incontrovertibilmente che un'ulteriore, rilevante quota di questi fondi (intorno ai 250 miliardi di €) è stata utilizzata per regolare l'ingente ammontare di crediti del sistema bancario tedesco nei confronti del resto dell'Eurozona, realizzando *de facto* un trasferimento del rischio di credito dalle banche tedesche all'Eurosistema stesso, attraverso il sistema dei pagamenti *Target2*. La BCE ha dunque assecondato gli effetti degli squilibri permanenti delle bilance dei pagamenti dei Paesi dell'Unione monetaria, caratterizzati da permanenti *surplus* delle partite correnti dei Paesi *core* e forti *deficit* dei Paesi periferici, favorendo il *deleveraging* del settore privato europeo.

Un cambio di linea da parte della BCE è questo punto assolutamente augurabile, soprattutto se progettato per stimolare la domanda aggregata dell'Eurozona attraverso la mitigazione del *credit crunch*. Tuttavia, allo stato attuale una descrizione della possibile struttura di un *quantitative easing* europeo appare prematura e per larga parte del tutto speculativa. Da quanto dichiarato dal Governatore Draghi e dal Presidente della *Bundesbank* Weildmann, sembrerebbe prendere corpo un programma di acquisto titoli sul mercato secondario senza obbligo di sterilizzazione: in sostanza i titoli acquistati dalla BCE rimarrebbero nel bilancio della banca centrale fino a scadenza e verrebbero annullati senza obbligo di rimborso. Per superare le resistenze tedesche, i titoli dovrebbero essere di natura privata e di alto *standing* creditizio; un acquisto di titoli pubblici infatti prenderebbe la forma di una monetizzazione del debito dei Paesi periferici che Berlino non vuole assolutamente accettare.

Con tutta probabilità i titoli finanziari *eligible* consisterebbero in veicoli strutturati creati *ad hoc* dalle banche per cartolarizzare i crediti del sistema bancario se non addirittura sofferenze, crediti incagliati e titoli tossici, cioè quella "zavorra finanziaria" che appesantisce i bilanci bancari ed impedisce la ripartenza del credito all'economia reale. L'ingegnerizzazione finanziaria con l'utilizzo di garanzie subordinate e vincoli di prelazione consentirebbe di ottenere un elevato *rating* da parte delle agenzie, nella prospettiva di un conferimento dei crediti cartolarizzati in BCE. La BCE potrebbe quindi addirittura arrivare a configurarsi nei casi estremi come una *bad bank* di ultima istanza.

Certo è che per diversi motivi il sistema bancario tedesco sembra avvantaggiato rispetto a quello italiano in un simile provvedimento.

Per quanto riguarda le banche italiane innanzitutto il *credit crunch* tutt'ora in corso ha ridotto in valore assoluto la cartolarizzazione di crediti *in bonis* attualmente assestati intorno ai 189 miliardi di euro; stante le prospettive non brillanti della ripresa di credito all'economia reale il *trend* continuerà ad essere presumibilmente decrescente.

L'apertura della BCE all'accettazione di crediti incagliati potrebbe in qualche maniera rimettere in gioco le banche italiane più penalizzate: naturalmente bisognerebbe valutare molteplici fattori quali l'*haircut* sul valore di cessione per capire la convenienza e la dimensione di questo genere di operazioni. A tal proposito, vale la pena considerare come ci sia già attivo da agosto 2013 un programma di

cartolarizzazione di crediti in sofferenza per ottenere liquidità a basso costo dalla Banca Centrale Europea per periodi limitati: alcune stime valutavano in maniera ottimistica che le banche italiane attraverso questo strumento avrebbero potuto ottenere nuova liquidità per un massimo di 20-30 miliardi di €; dato scarsamente significativo se confrontato con gli oltre 150 miliardi di € di sofferenze.

Diverso è il discorso per quanto riguarda il sistema bancario tedesco. Il fenomeno di *vendor financing* porta infatti ciclicamente ad un incremento dei crediti verso altri sistemi bancari. È quanto è avvenuto a partire dal 2004 e sino a quando nel 2012 con gli LTRO la BCE ha consentito il *deleveraging* delle banche tedesche. Ed è quanto sta avvenendo nuovamente a partire dal 2013 con la ripartenza del ciclo ancorché con una dinamica differente. Questa volta infatti l'erogazione di crediti si rivolge anche al di fuori dei confini europei (USA e Asia), complice la debolezza dei consumi dei paesi periferici determinata dall'austerità. Questo contesto rende oltremodo appetibile per le banche tedesche la cartolarizzazione di crediti *in bonis* presumibilmente prevista dal *Quantitative Easing*. Attraverso il conferimento in BCE possono essere monetizzati non solo infatti i crediti nei confronti di sistemi bancari intra-UE ma anche quelli nei confronti di sistemi bancari extra-UE, che nell'ultimo quinquennio hanno accresciuto il loro peso nei bilanci in maniera significativa per via dello *shift* strutturale dell'*export* tedesco verso gli USA e l'Asia. Questa nuova soluzione di politica monetaria della BCE permette dunque di mutualizzare sull'Eurosistema anche il rischio di credito del sistema bancario tedesco legato ad operazioni extra-UE, circostanza impossibile attraverso il "tradizionale" schema LTRO-Target2 descritto nel presente lavoro, dato che ai prestiti LTRO possono accedere solo banche UE.

Anche per quanto attiene l'ipotesi che la BCE acconsenta a cartolarizzazione di finanza strutturata (anche tossica) le banche tedesche risultano in prima linea, considerata la maggiore propensione verso la reingegnerizzazione finanziaria dei rischi mostrata negli anni.

Si ha quindi una chiave di lettura del supporto che la BCE ha ricevuto dalla *Bundesbank* per questa soluzione di *Quantitative Easing*. E ciò nonostante non è affatto detto che ad un miglioramento dei bilanci delle banche tedesche possa corrispondere un aumento dell'erogazione di credito in Europa, dato che l'economia tedesca viaggia già abbastanza spedita e l'occupazione è già a livelli molto alti: è altrove che vi sono rilevanti esigenze di credito (Grecia, Italia, Spagna).

In ultima analisi, l'attuazione del Quantitative Easing così come è stato per gli LTRO allontanerà ancora una volta l'attenzione dei *policy maker* europei dal dibattito intorno a forme di mutualizzazione dei debiti pubblici, ambito in cui allo stato si ravvisa come non sia possibile alcuna forma di ragionamento concreto.

Così facendo si perderà di vista il fatto che in definitiva, nel 2013, le misure di feroce *austerity* nei Paesi periferici hanno provocato una disinflazione marcata ed una riduzione delle importazioni, che sta riportando forzatamente in equilibrio i flussi commerciali e finanziari, al costo di una forte recessione e di dolorosi aumenti della disoccupazione. Se solo questa è la strada che l'Unione europea ha intenzione di percorrere per ripristinare condizioni di equilibrio strutturale all'interno dell'Eurozona (ed il sostegno indiscusso al *Fiscal Compact* lo fa supporre), il percorso appare ancora lungo e difficile. L'Eurosistema così come lo conosciamo oggi potrebbe non reggere lo *stress* dell'aggiustamento, a meno di una sostanziale revisione delle sue regole di funzionamento.